



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

中顺洁柔（002511）专题报告

把握消费品成长因子，长期逻辑持续演绎

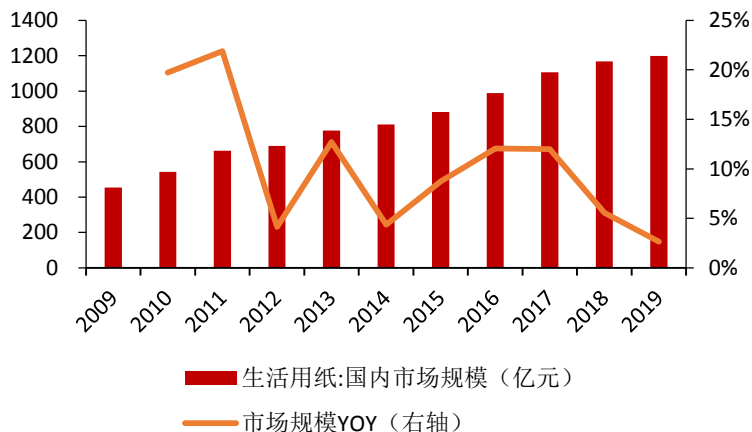
西南证券研究发展中心
轻工行业研究团队
2021年1月

核心观点

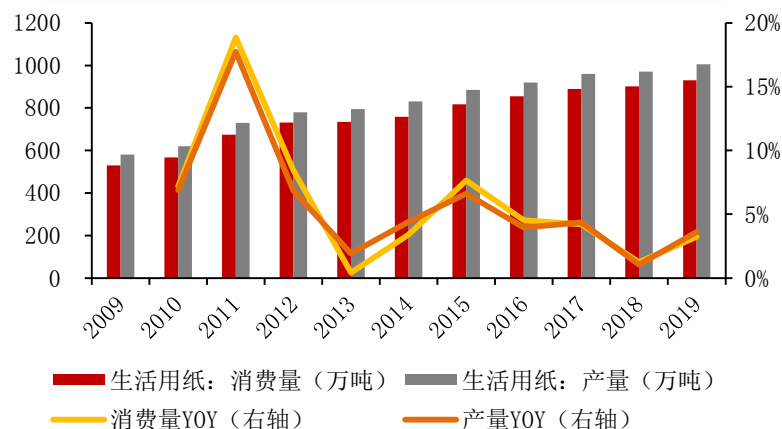
- **主要观点：**虽经历原材料价格的周期波动，但不可忽视纸巾作为必选消费品的强韧性。纵观过去一个周期的浆价波动，公司展现出较强的成本转嫁能力和盈利稳定性。公司的渠道拓展逻辑和产品高端化逻辑持续演绎，从中长期视角看目前估值水平仍具较高配置价值。
- **生活用纸市场规模稳健增长，消费分层促龙头集中度提升。**2019年中国生活用纸市场规模达到1200亿元，同比增长为3%；人均生活用纸消费量为6.9公斤，以日韩15公斤以上的人均消费量为参考，未来中国大陆人均生活用纸消费量还有1倍以上成长空间。行业产能过剩导致小企业稳定盈利困难，在国家环保趋严及原材料价格波动下逐步退出。按照销售入口径，四大生活用纸品牌市场份额从2014年的28.8%提升到2019年的33.8%。
- **浆价底部上行，大厂原材料库存充足。**木浆全球产销处于供过于求状态，木浆价格走势呈现牛短熊长态势，上一轮木浆周期超过均价5500元/吨的时间段不超过一年半。短期看供需时间错配以及对全球需求复苏的预期带动木浆价格底部上行；从中长期看，未来两年全球木浆有新增产能投放（尤以阔叶浆为主），但需求从回落到修复后并没有明显的增量需求出现，我们判断浆价难有持续大涨空间，且大厂低价库存充足，在一定程度上可平复成本短期波动。
- **成本控制力强，高端化延伸仍具空间。**对于现阶段的洁柔而言，仍处于渠道和产品协同发力时期，产品紧跟新消费趋势，推出洗脸巾、厨房用纸、婴儿用纸等高端产品，且多品牌结构矩阵基本成型。消费品渠道的关键影响因素包括健康的终端动销、渠道掌控力和经销商合理利润，2015年后洁柔存货周转天数持续下降，对渠道掌控力较以前显著增强，经销商盈利能力处于行业较高水平。公司网点开拓及渠道下沉继续带来销量增长，持股计划充分绑定公司内部中高层，保持向上发展态势。预计2020/2021年归母净利润9亿（+50%）/11亿（+22%），对应2020/2021年PE分别为29/24倍，考虑到公司作为必选品标的未来成长空间较大，电商等新渠道带来突围机会，维持“买入”评级。
- **风险提示：**浆价大幅上涨的风险；竞争激烈导致产品动销不及预期的风险。

行业规模：量价齐升，千亿市场继续扩容

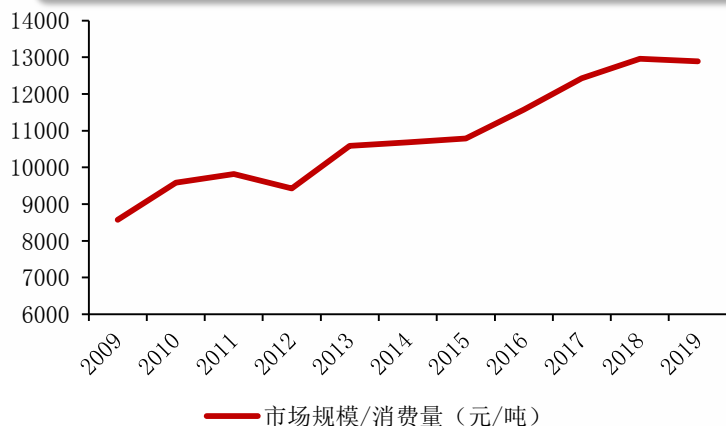
生活用纸国内市场规模



生活用纸产销量情况



生活用纸终端单价走势

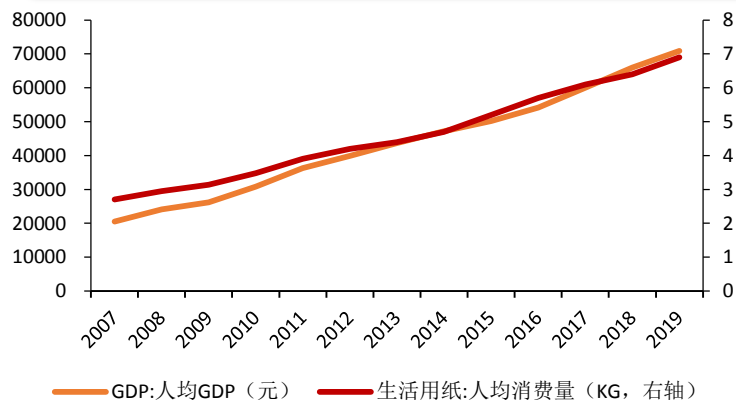


- 2009-2019十年间，生活用纸产量从580万吨增至1005万吨，年均复合增速约6%；消费量从529万吨增至930万吨，年均复合增速为5.8%。2019年产销率约93%，行业形成“弱平衡”格局。
- 从市场规模来看，行业已进入千亿级市场，2009-2019年，**市场规模由454亿元增至1200亿元，年均复合增速为10.2%**。市场规模增速大于消费量增速说明生活用纸单价在持续上行，一方面由于其必消品属性价格偏刚性，另一方面由于其近年高端品（面巾纸、湿巾、厨房用纸等）占比上升，带动价格带上行。

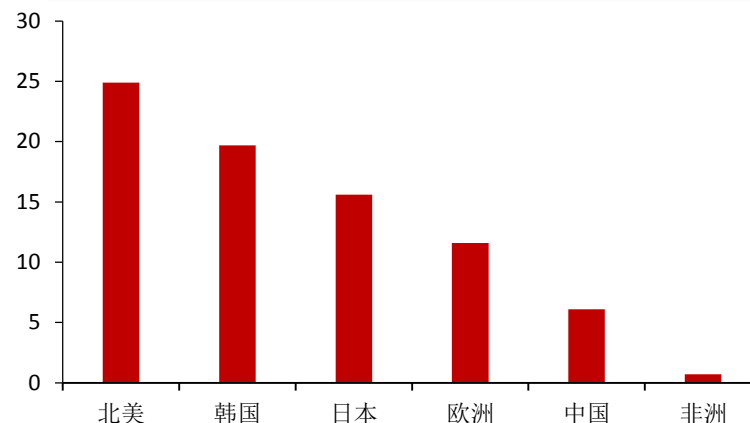
数据来源：Wind，卓创资讯，西南证券整理

行业规模：人均消费量还有较大提升空间

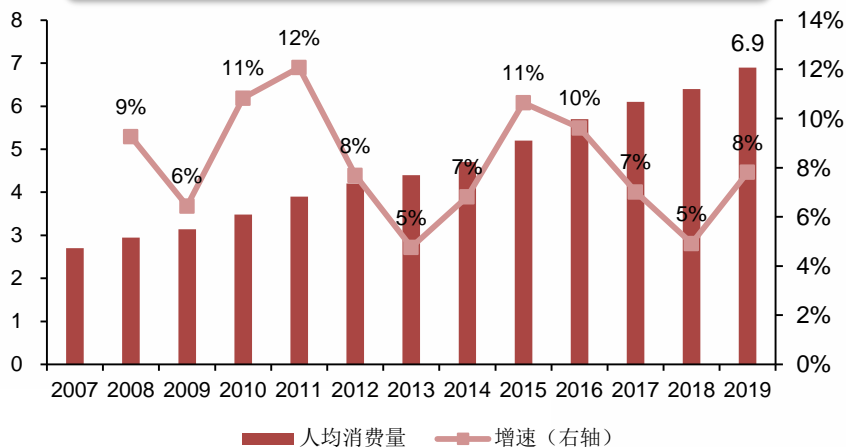
生活用纸人均消费量与人均GDP高度相关



国内外人均消费量对比 (2019年, kg/人)



国内人均使用量 (kg) 及增速



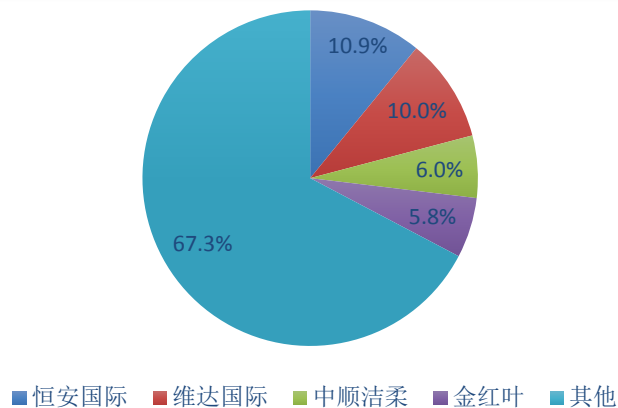
- 生活用纸的人均消费量与人均GDP高度相关。过去十年间，人均消费量从2009年的3.1Kg增至2019年的6.9Kg，但是与发达国家相比，我国生活用纸人均消费量仍有约2-3倍成长空间。从前两年的数据来看，瑞典、美国等发达国家人均生活用纸消费量已达20Kg以上，同处东亚的日本、韩国人均生活用纸消费量也在15Kg以上，我国东部地区人均消费量达到10kg，东西部存在结构不均。

数据来源: Wind, 西南证券整理

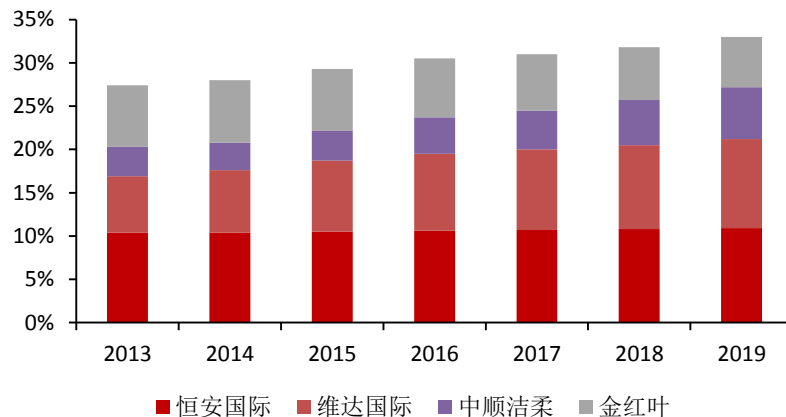
www.swsc.com.cn

竞争格局：国产品牌占据高端，集中度有提升空间

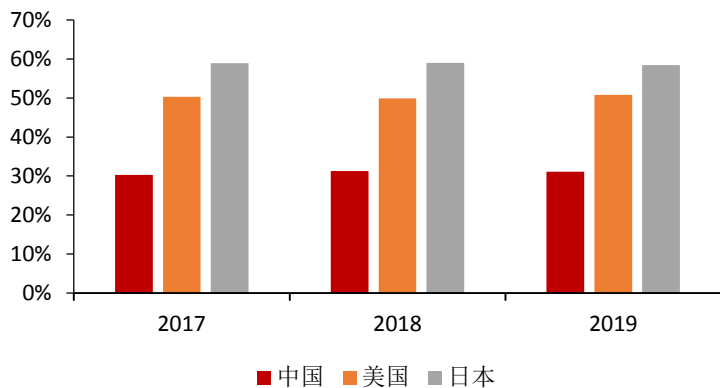
销售额口径品牌集中度 (2019年)



生活用纸CR4变化



国内外生活用纸品牌集中度对比



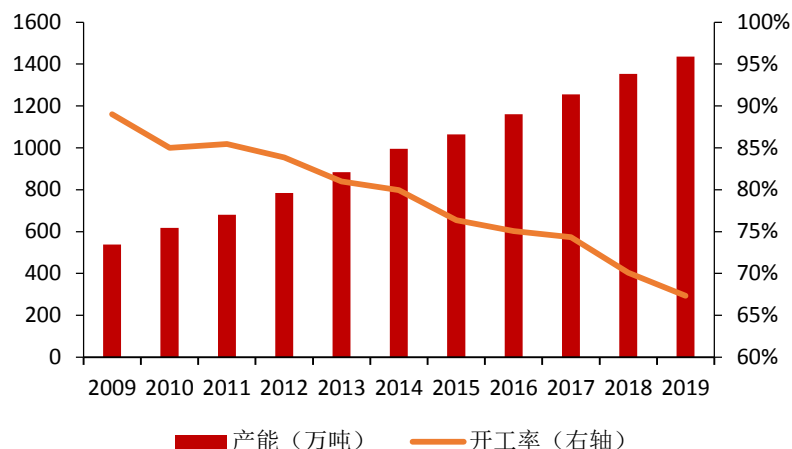
- 与其他快消品相比，生活用纸**没有海外品牌抢占市场**，且已经渡过产品快速导入期。国内企业抓住机遇占据市场主导地位，形成前四大全国性品牌与众多小品牌的消费分层。
- 收入口径前四大全国性品牌市占率从**2014年的28.8%提升到2019年的33.8%**，反映出全国性品牌集中度的持续提升。与美、日相比，其CR4分别为50.8%和58.4%，国内CR4还有提升空间。
- 生活用纸由于单价低**销售半径集中在500公里内**，目前有全国产能布局和全国扩张实力的主要是前四大品牌。

数据来源: Euromonitor, 公司公告, 西南证券整理

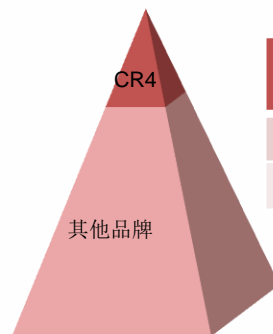
www.swsc.com.cn

竞争格局：开工率下行，消费明显分层

生活用纸产能与开工率



消费分层



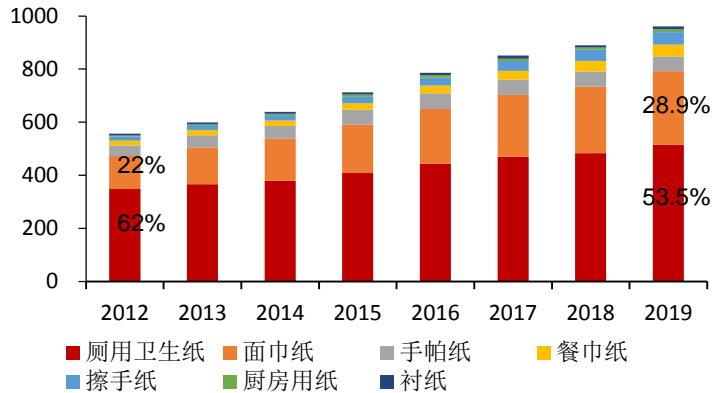
	市占率	价格带 (元/包)	销售额 (亿元)
CR4	34%	2-10	365
其他品牌	66%	0.4-2.5	851

- 近年来我国生活用纸产能不断扩大，到2019年达到1400万吨，但产能过剩也更突出，**产能利用率下行至67.3%**，生活用纸原纸小厂生存困难，加速淘汰小产能。
- 生活用纸商业模式的整体特点可归纳为：1) 产能过剩，小企业盈利波动大、品质低，原材料较低时价格战严重，原材料上涨盈利能力削弱、产能闲置严重；2) 消费分层明显，除了前四大知名品牌外多年没有新进入品牌，能充分享受品牌溢价，且未来也很难有新品牌崛起；3) 品牌集中度低，市占率可提升空间大，市占率提升的主要促进因素包括**消费群体品质需求提升及新品类推出需求创新**带动。能够把握趋势的品牌能充分获益。

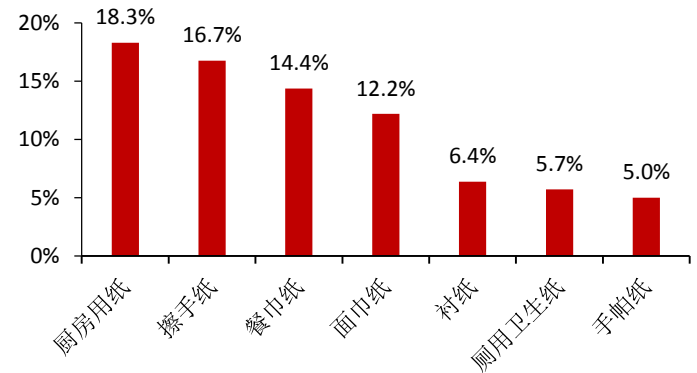
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

行业趋势：产品结构向高端化迁移

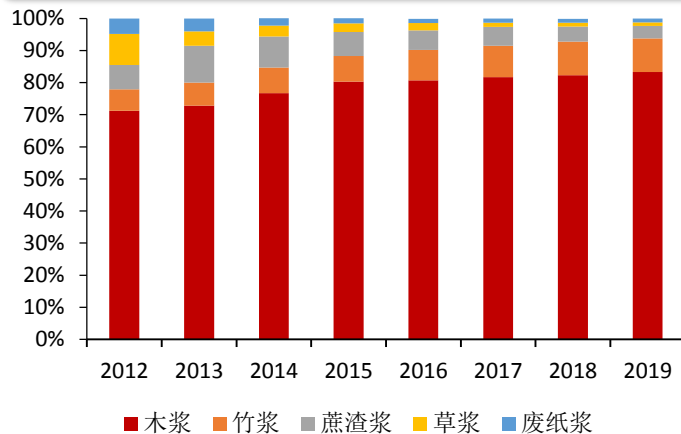
生活用纸细分品类消费量（万吨）



细分纸种2012-2019CAGR



生活用纸原材料占比情况

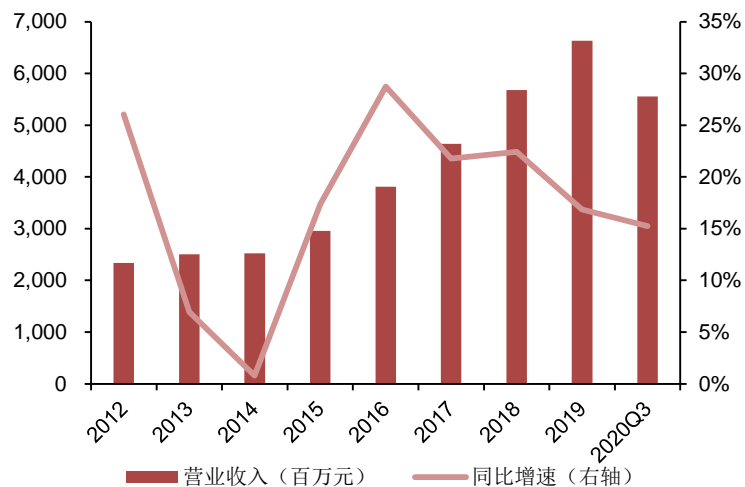


- 价格较高的木浆在纸浆原材料中的占比从2012年的71.2%上升至83%，竹浆、草浆等制成的性能弱、卫生条件较差的产品占比下降，印证高端纸占比提升趋势。
- 具体来看，厕用纸占比从62%明显回落至54%，面巾纸由22%上升至29%，规模扩容迅速。厨房用纸、擦手纸、餐巾纸等过去7年复合增速明显快于行业，近年化妆巾、棉柔巾、便携式洗脸巾等新品类也创造了较多新增需求。

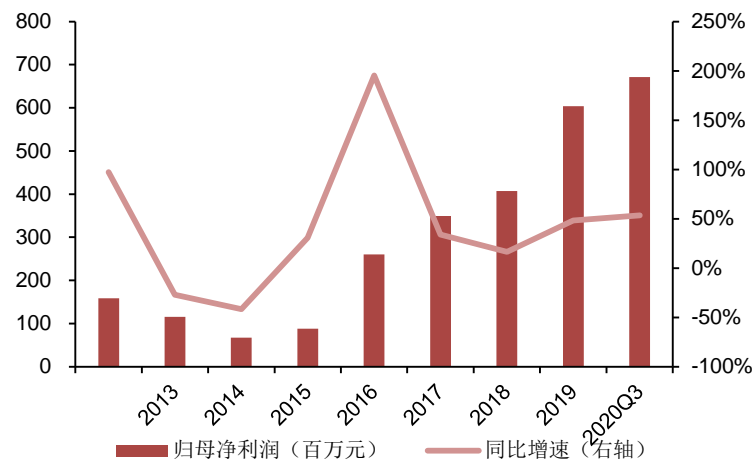
数据来源：Wind，卓创资讯，西南证券整理

公司分析：管理驱动变革，公司超车逆袭

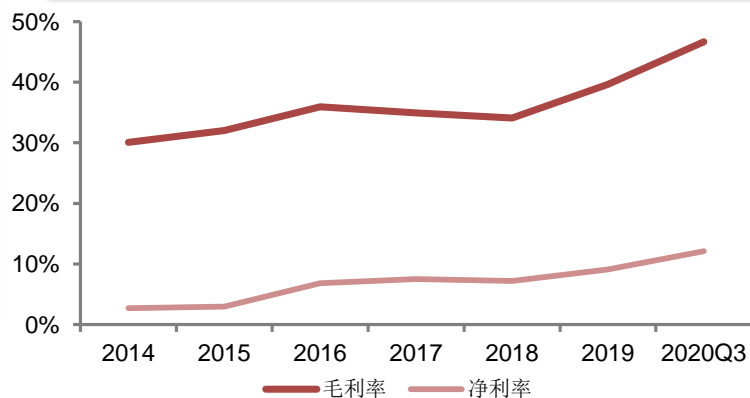
2015-2020Q3公司收入及增速



2015-2020Q3公司净利润及增速



2014-2020Q3公司毛利率及净利率走势



- 2015-2019年公司收入CAGR为22.4%，净利润CAGR为61.8%，保持较快增长，毛利率和净利率上行。按照股权激励业绩目标，2020年收入达到77.5亿元，同比增长16.7%，同比增长20.9%；按股权激励2021年公司收入目标90亿。
- 2014年公司渠道改革拉开序幕，2015年10月公司推出第一期股权激励，后又多次推出各种激励计划，截至2020年中报多位高管均有股权绑定，激励到位。

数据来源：Wind，西南证券整理

公司分析：激励手段多元，与员工利益深度绑定

表：股权激励计划及考核标准

	授予数量 (万份/万股)	激励人数	激励范围	占股本总额 比例	行权价格(元)
2015年限制性股票激励计划	1900.00	242	公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干。	3.90%	
2017年员工持股计划	不超过 10,000	不超过10	公司董事、监事和高级管理人员5人,其他员工	不超过1%	
2018年股票期权与限制性股票激励计划	4,481.6	4772	公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员	3.48%	8.67
2019年员工持股计划	不超过 10,000	不超过80	公司董事(不含独立董事及外部董事)、监事、高级管理人员;在公司及下属子公司任职的核心骨干员;经董事会认定有卓越贡献的其他员工。	不超过1%	

	2017 (基数期)	2019	2020	2021	2020Q4
业绩考核标准		以2017年营业收入为基数,2019年营业收入增长率不低于41.60%	以2017年营业收入为基数,2020年营业收入增长率不低于67.09%	以2017年营业收入为基数,2021年营业收入增长率不低于94.03%	
预期达标收入(亿元)	-	65.7	77.5	90.0	21.9(+20.9%)
实际收入(亿元)	46.4	66.3	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：规模逐步跃升，盈利能力超竞争对手

表：竞争对手生活用纸规模、增速及利润

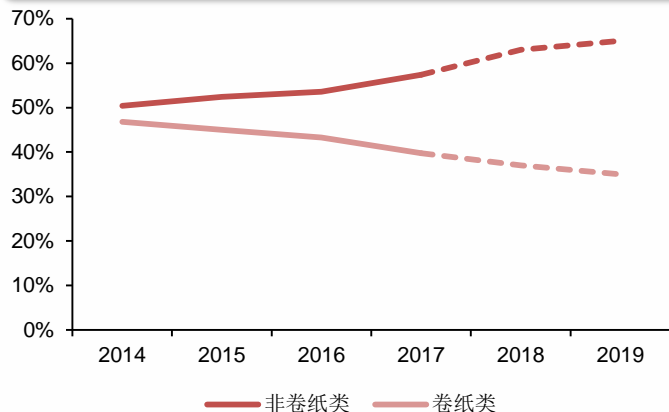
单位：人民币	洁柔			恒安			单位：港元	维达		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019		2017	2018	2019
收入（亿元）	46.4	56.8	66.3	180.8	205.1	224.9	收入（亿元）	134.9	148.8	160.7
收入增速	21.8%	22.4%	16.8%	-6.2%	13.5%	9.7%	收入增速	11.9%	10.3%	8.0%
生活用纸收入规模（亿元）	45.4	55.8	65.6	86.1	102.3	114.9	生活用纸收入规模（亿元）	109.1	121.1	132.5
生活用纸收入增速	20.6%	22.8%	17.6%	-5.0%	18.8%	12.3%	生活用纸收入增速	8.8%	11.0%	9.4%
生活用纸净利润（亿元）	3.5	4.1	6.0	5.45	5.78	8.43	生活用纸净利润（亿元）	9.10	9.66	15.26
生活用纸净利润增速	34.1%	16.6%	48.4%	-44.8%	6.1%	45.9%	生活用纸净利润增速	-13.0%	6.2%	58.0%
纸巾毛利率	35.4%	34.6%	40.0%	26.8%	22.5%	27.7%	纸巾毛利率	29.6%	27.6%	31.4%
纸巾净利率	7.5%	7.2%	9.1%	6.33%	5.65%	7.34%	纸巾净利率	8.5%	8.1%	11.6%

- 过去几年洁柔的收入利润体量都处于追赶状态，增速远超竞争对手，规模上逐步赶超。但从绝对规模来看，维达和恒安生活用纸收入均达到约120亿（人民币计），洁柔还有较大可增长空间，2021年公司股权激励收入目标为90亿元。
- 公司盈利能力强于同行，主要因为公司品牌高端化定位持续强化，及近几年高端产品占比提升，带动净利率持续上行。

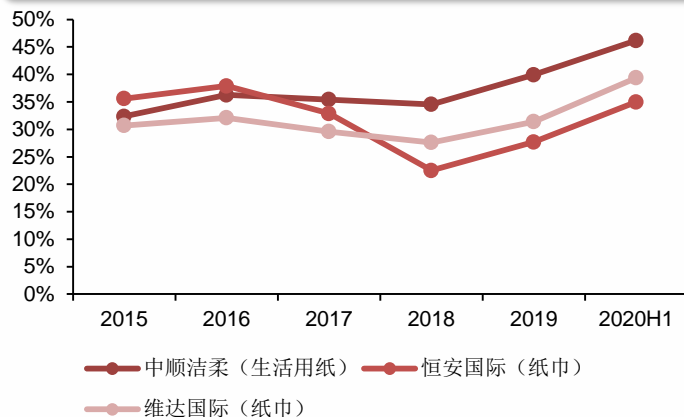
数据来源：公司公告，西南证券整理
www.swsc.com.cn

公司分析：新品叠出，渠道进击

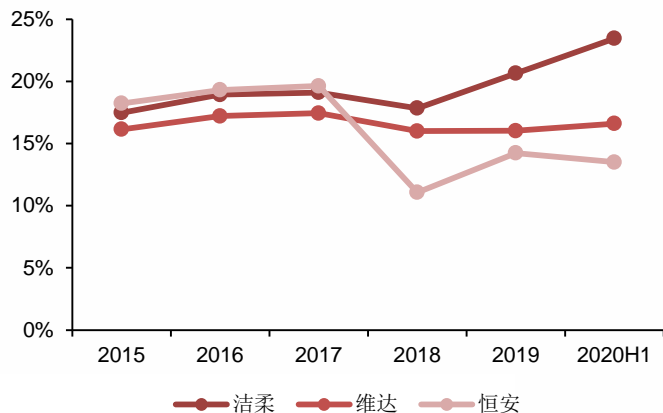
2014-2019年卷纸/非卷纸品类占比



可比公司毛利率



可比公司销售费用率



- 生活用纸在老品上直接提价存在难度，须靠推新品提高单价，因此产品创新力度是价格带提升关键，洁柔近几年在强化高端品Face、Lotion基础上推出了婴儿湿巾、自然木、便携式洗脸巾、新棉初白化妆巾等新品类，2020年高端产品（非卷纸）占比逐步提升至70%，推动毛利率上行，位居国内生活用纸行业第一。2019年6月打造的全新个人护理品牌朵蕾蜜，进军个护市场。
- 公司对渠道拓展非常重视也愿意投入，公司销售费用从2018年开始增长较快且高于同行，主要是公司给经销商扣点和毛利率较高，在渠道拓展中相对激进。销售费用的投入是公司抢占空白市场，推广高端新品，提升市场份额的有效举措。

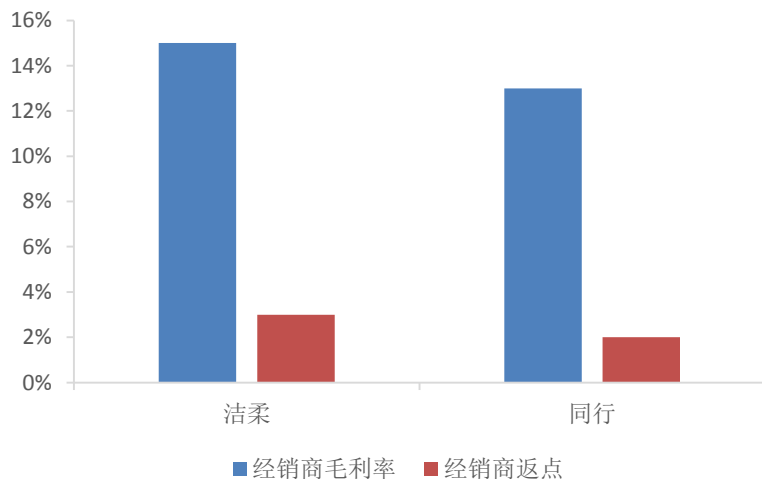
数据来源：Wind，西南证券整理

公司分析：新品叠出，渠道进击

表：各品牌推新品节奏对比

	2015	2016	2017	2018	2019
洁柔	“敞篷式开口”软抽、洁柔baby face系列软抽、“超迷你手帕纸”	升级洁柔品牌大部分产品，更新产品包装	自然木系列	“新棉初白”棉花柔巾	“太阳”纸巾品牌、卫生巾品牌朵蕾蜜
维达	嘘嘘乐Sealer拉拉裤	维达立体美4D-Deco压花卷纸、升级版抗菌湿巾、厨房纸及超韧系列纸巾	维达立体美压花面巾纸		维达超韧Just1国潮纸巾、“Libresse薇尔舒适V感系列”卫生巾
恒安		小黄人主题纸巾、七度小汪喵系列、七度特薄糖果系列	Q·MO（奇莫）淳氧系列纸尿裤	“茶语丝享”系列、超迷你湿纸巾	“若颜初”棉柔巾及卸妆巾、“竹π”竹浆纸巾、湿厕纸及婴儿湿巾

经销商盈利能力对比

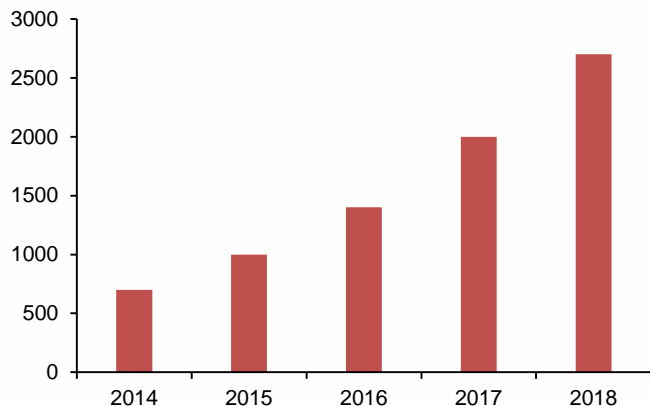


- 洁柔保持每年推纸巾新品，且新品创造需求的能力较强。
- 洁柔的经销商盈利能力较高。

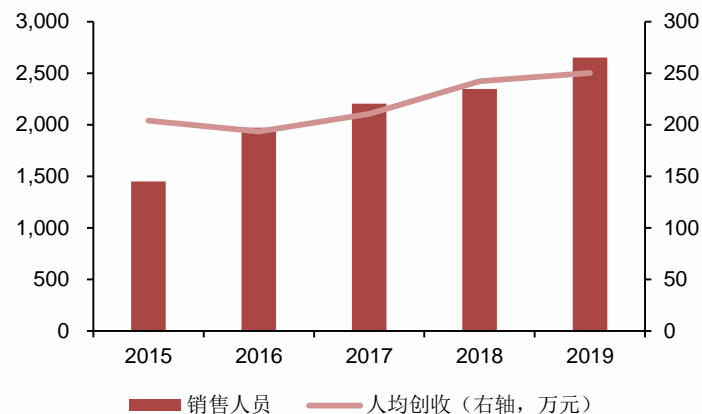
数据来源：Wind，调研信息，西南证券整理

公司分析：新品叠出，渠道进击

2015-2018年公司经销商数量



2015-2019年销售人员数量及人均创收

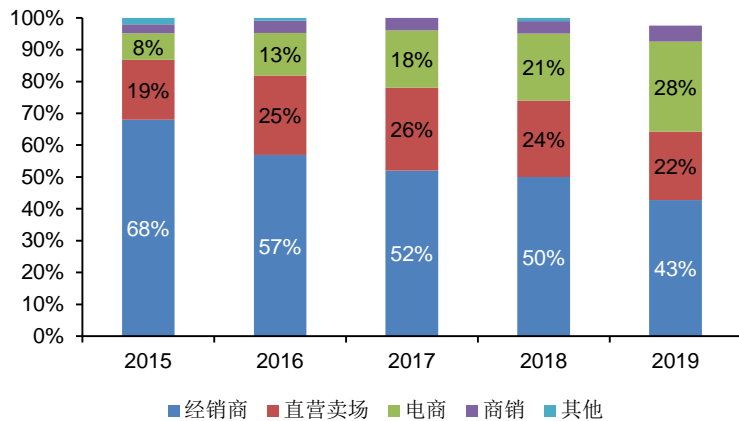


- 2015年前洁柔销售团队渠道开拓能力较弱，主要做KA渠道和地级市，乡镇渠道下沉有限；2015年洁柔引入新团队，进行渠道变革：1) 建立渠道细分层级、加强渠道维护频率；2) 收回部分KA及电商控制权；3) 直销到县、分销到镇；4) 区域上从西南/华南地区向华中、华东拓展，目前经销商数量预计达到近3000家，表明华中、华东及华北薄弱区域网点数量快速增加，GT渠道开拓开始发力，但对比其他品牌仍有较大空间。

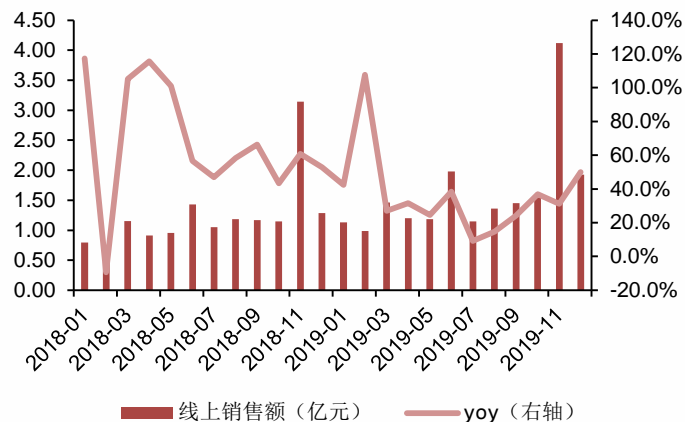
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司分析：新品叠出，渠道进击

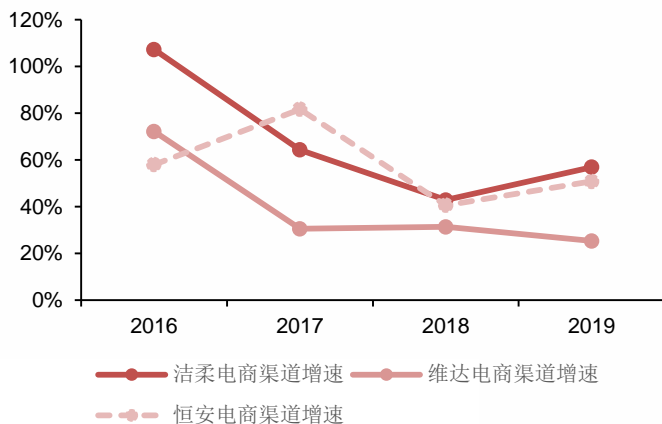
电商渠道强势崛起



2018-2019年洁柔单月线上销售额及增速



可比公司电商渠道增速对比

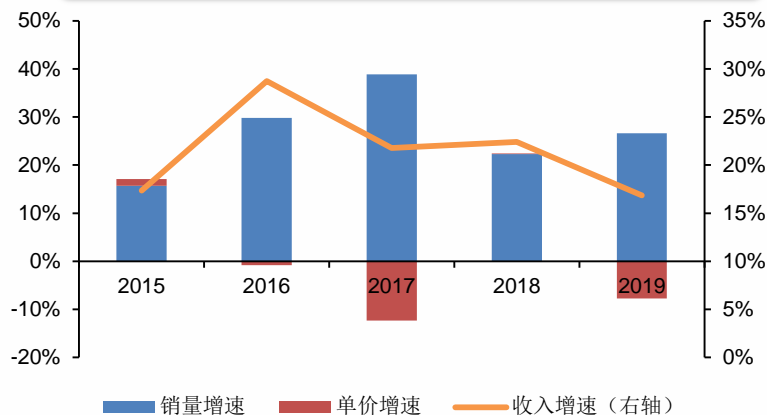


- 2017年公司将线上渠道收回直营，成立专门的电商运营团队，加大线上投入，占比显著提升，增长动力十足。疫情后公司抓住线上突围机会，前三季度电商渠道占比达到30%+，增速达到50%+，公司预计未来两年电商渠道有望继续快速放量。
- 电商天然适合纸巾销售，也是公司渠道突围的突破口，凭借品牌优势和推新品策略落地（高客单）实现逆袭。

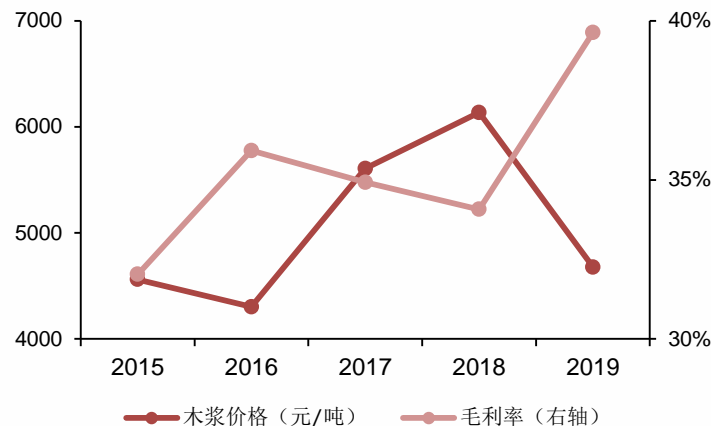
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司分析：销量快速增长，单价保持坚挺

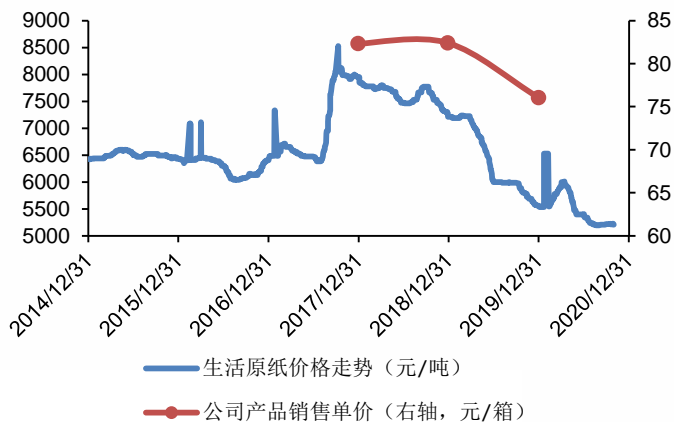
销量保持快速增长



毛利率变化VS浆价变化



产品单价较为坚挺

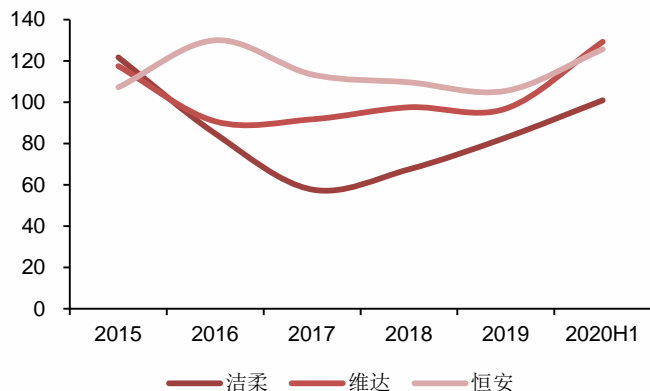


- 渠道扩张带来的销量增长是收入提升的核心驱动力，5年CAGR为29%，销售增速加快表明渠道开拓取得明显效果，渠道变革逻辑逐步兑现，增长呈现良性扩张。
- 浆价上行周期，公司通过提价等方式转嫁成本，毛利率影响有限；浆价下行期公司能将盈利留存体内，毛利率增长显著。
- 2017年至今生活用纸原纸价格下降38%，公司产品单价下降7%，表明品牌性和高端化是对公司产品终端价格有力支撑。

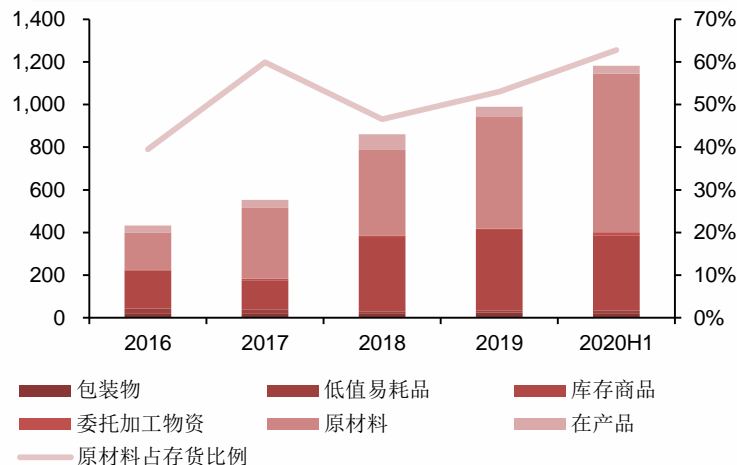
数据来源：Wind，卓创资讯，西南证券测算

公司分析：终端动销改善，木浆库存充足

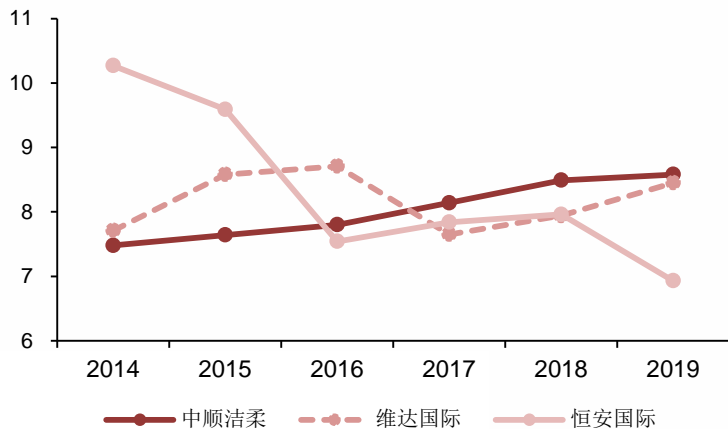
存货周转天数



库存明细



应收账款周转率

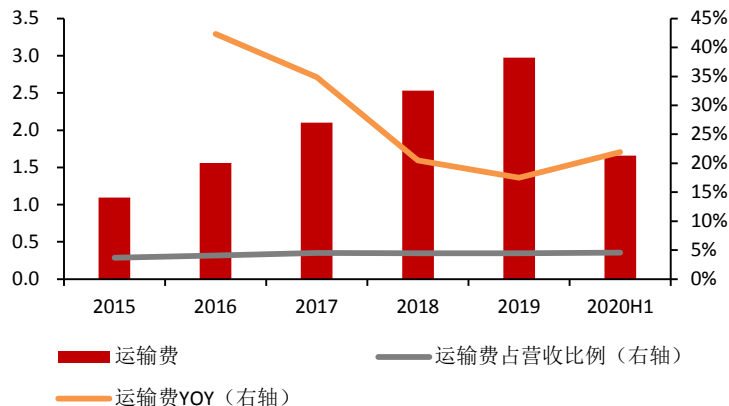


数据来源：Wind，西南证券整理

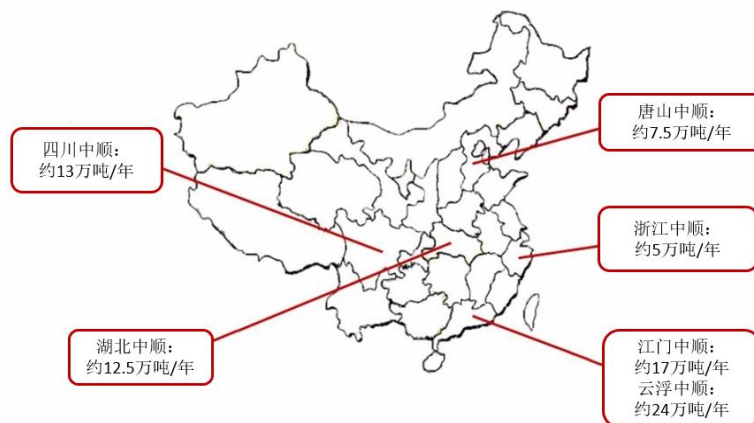
- 消费品渠道关键因子包括健康的终端动销、渠道掌控力度和经销商合理利润。从这几个方面我们明显看到了洁柔近几年持续向好。公司存货周转天数从2015年末122天下降至2017年末58天，终端动销持续优化。18年起周转率同比有所回落主要是存货中的原材料占比逐年提升，公司在浆价低迷时期逐渐增加木浆囤货量，2020H1存货中有60%是木浆库存，将有效对冲未来浆价波动。
- 应收账款周转率持续上行，产业链议价力增强。

产能：全国布局稳定扩张，区域发展趋于平衡

中顺洁柔运输费情况（亿元）



中顺洁柔产能布局情况



- ▶ 少有全国产能布局的造纸企业之一，突破销售半径限制。生活用纸的销售半径约500公里。为扩张规模，公司通过布局全国生产基地，扩大销售半径以覆盖全国市场。目前，公司已依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成了华东、华南、华西、华北和华中的生产布局。
- ▶ 产能稳步扩张，提高市场占有率。2019年，湖北中顺10万吨生活用纸项目竣工并陆续投入使用，公司总产能增至约80万吨。中长期来看，湖北中顺及云浮中顺分别计划新增10/24万吨，同时，2019年7月公司拟在四川投资建设的30万吨竹浆纸一体化项目正式签约，以配合公司重启“太阳”品牌。未来公司目标产能约为150万吨左右，产能逐步释放将提高公司市占率。

数据来源：Wind，西南证券整理

产品：高端品牌未见天花板，太阳、朵蕾蜜接棒成长

表：洁柔天猫旗舰店TOP单品销量及单价

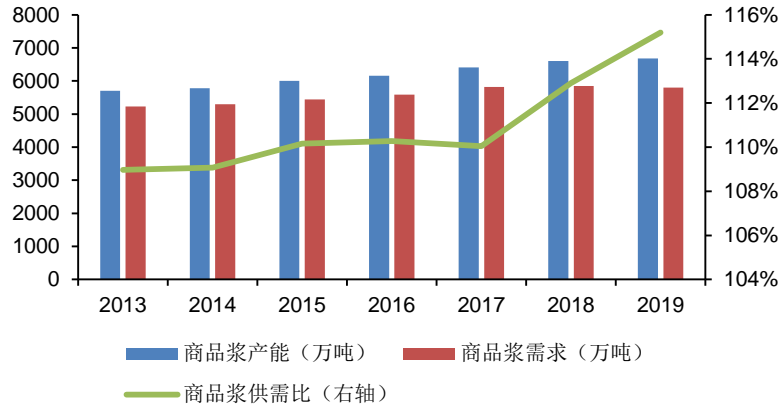
排名	销量	系列	品类	单价（元/包）	抽数
1	4606014	金尊	抽纸	2	120
2	3250167	Face	抽纸	2.5	120
3	2232135	Face	抽纸	2.3	100
4	2102062	Face	卷纸	2	/
5	1193110	Face	抽纸	2.1	110
6	1098527	金尊	抽纸	2	120
7	1052141	Face	抽纸	2.5	120
8	888978	Face	卷纸	2	/
9	504345	Face	抽纸	3.3	130
10	486702	Face	卷纸	2.6	/
20	204960	Lotion	抽纸	2	30

- 根据洁柔天猫旗舰店数据，店铺销量排名靠前的单品以高端的Face系列为主，Lotion、自然木、新棉初白系列仍有较大成长空间。
- 2019年公司重启“太阳”品牌，定位中低端高性价比市场，自建年产30万吨的竹浆产线降低成本。未来三年“太阳”品牌逐渐起量后有望对中低端小品牌实现降维打击，贡献收入增量。
- 公司为适应消费升级趋势和战略发展目标，于2019年打造了全新个护品牌“朵蕾蜜”，正式进军个护领域。

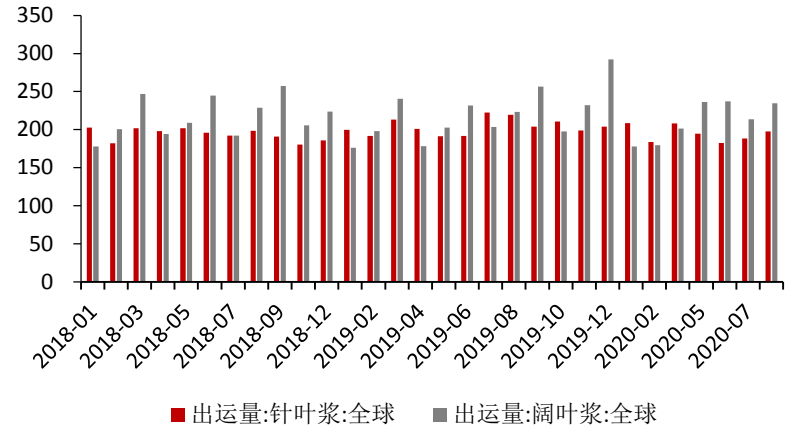
数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

木浆：牛短熊长，产能过剩

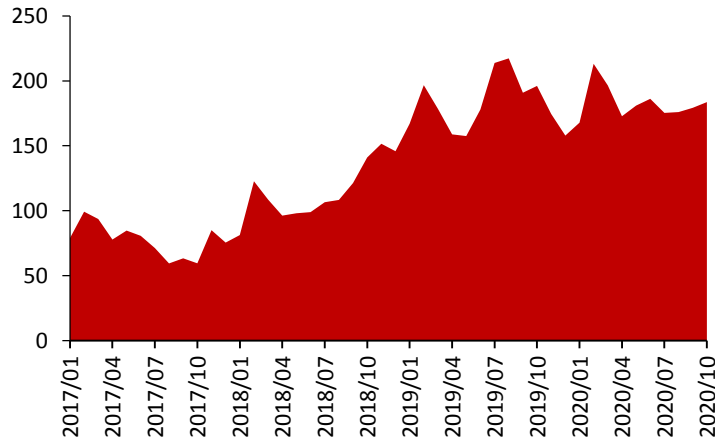
全球商品浆产销情况



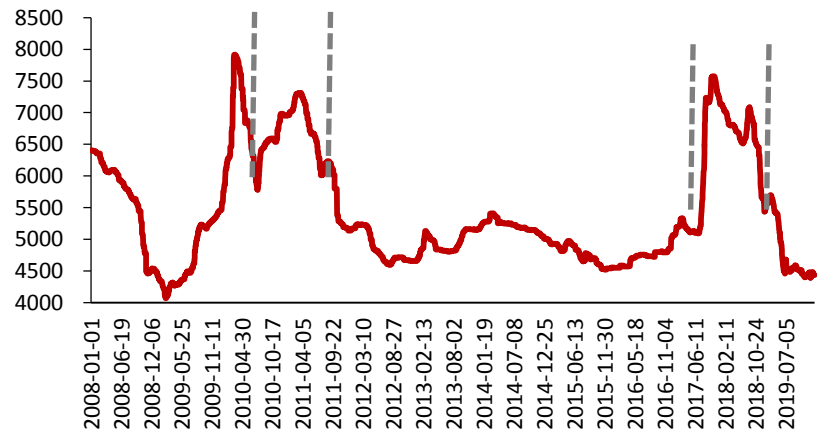
纸浆全球发运量 (万吨)



国内港口木浆库存 (万吨)



漂针浆价格走势 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

www.swsc.com.cn

木浆：牛短熊长，产能过剩

国际纸浆待投产情况（不完全统计）

公司	类型	产能 (万吨/年)	预计投产 时间
智利Arauco	阔叶浆	127	2021年
印度泰米尔纳德邦新闻纸业公司	阔叶浆	33	2021年Q1
芬兰UPM集团	阔叶浆	210	2020年底
巴西Euca Energy	阔叶浆	200	2023年12月
加拿大魁北克省LSQ浆厂	针叶浆	30	2020年上半年
美国Domtar公司	绒毛浆 /针叶浆	9	2020年
俄罗斯ILIM集团	针叶浆	5	2021年
巴拉圭Paracel浆厂	阔叶浆	150	2022年
加拿大Stendal浆厂	针叶浆	74	2022年
俄罗斯远东投资&出口局	商品浆	550-600	--
俄罗斯联邦工业&贸易部	纸浆	330	--

2018年以来国内纸浆已投产项目（不完全统计）

工厂	产品	产能 (万吨/年)	地点	投产时间
山东晨鸣纸业	漂阔浆、漂针浆、 本色浆、溶解浆	60	湖北	2018年
	漂阔浆	100	山东	2019年
太阳纸业	半化学浆	46	山东	2018年
	本色浆	20	山东邹城	2020年Q1
岳阳林纸	化机浆	10	湖南岳阳	2019年

2019年及以后国内纸浆待投产项目（不完全统计）

厂家	产品	产能 (万吨/年)	地点	预计投产 时间
太阳纸业	化学浆	80	广西北海	2021年9月
	化机浆	60		
赤天化	竹浆	18	贵州	2019年8月
山东世纪阳光	秸秆浆	20	山东	2019年9月
新亚纸业	化机浆	24	河南	2020
	漂阔浆	15	河南	待定
宁波中华	化机浆	30	浙江宁波	2021
广西金桂浆	桉木化机浆	75	广西	2021年H1
玖龙纸业	木浆	60	湖北	2022年
		60	沈阳	

- 未来两年全球木浆产能仍有较大规模投放，从结构上来看，已公布的阔叶浆的产能在明后两年预计新增370万吨，将对浆价形成压制。
- 历史上看，浆价上行的持续期不长，公司已备较高木浆库存，对明年盈利的实际影响不大。同时公司可通过推新品、提高高端品占比的方式实现单价上行，缓解浆价上涨压力。
- 历史上看，每一次浆价暴涨都是出清小企业提升行业集中度的好机会。

www.swsc.com.cn

数据来源：卓创资讯，公开信息，西南证券整理

盈利预测与估值

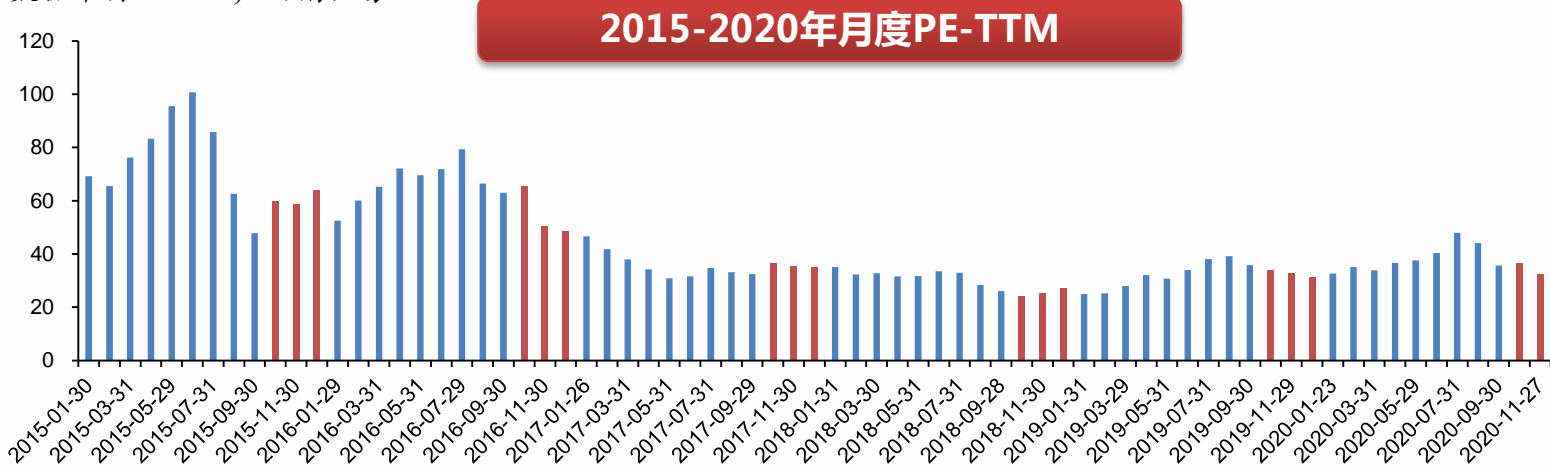
单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	4638.35	5678.52	6634.91	7848.41	9247.01	10805.33
增速	21.76%	22.43%	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
成本	3018.61	3744.11	4005.42	4216.92	4990.26	5858.17
毛利率	34.92%	34.07%	39.63%	46.27%	46.03%	45.78%
成品						
收入	4507.88	5544.58	6531.53	7739.86	9133.04	10685.65
yoy	22.24%	23.00%	17.80%	18.50%	18.00%	17%
成本	2901.05	3618.60	3909.35	4117.61	4886.18	5748.88
毛利率	35.64%	34.74%	40.15%	46.8%	46.5%	46%
半成品						
收入	33.21	33.90	34.22	35.93	37.73	39.61
yoy	-57.35%	2.08%	0.94%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	30.96	32.00	32.40	33.95	35.46	37.24
毛利率	6.78%	5.62%	5.32%	5.5%	6%	6.00%
其他业务						
收入	97.26	100.04	69.16	72.62	76.25	80.06
yoy	121.61%	2.86%	-30.87%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	86.60	93.51	63.67	65.36	68.62	72.06
毛利率	10.96%	6.53%	7.94%	10.0%	10%	10%

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6634.91	7848.42	9247.02	10805.34
增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
归属母公司净利润（百万元）	603.83	907.40	1107.89	1328.98
增长率	48.36%	50.27%	22.09%	19.96%
每股收益EPS（元）	0.46	0.69	0.84	1.01
净资产收益率ROE	14.81%	18.48%	18.78%	18.75%
PE	44	29	24	20
PB	6.54	5.43	4.52	3.76

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

□ 预计2020/2021年归母净利润9亿（+50%）/11亿（+20%），对应2020/2021年PE分别为29/24倍，考虑到公司作为必选品标的未来成长空间较大，电商等新渠道带来突围机会，维持“买入”评级。

□ 风险提示：浆价大幅上涨的风险；竞争激烈导致产品动销不及预期的风险。

盈利预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6634.91	7848.42	9247.02	10805.34	净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98
营业成本	4005.42	4216.92	4990.27	5858.18	折旧与摊销	262.57	273.46	285.39	298.49
营业税金及附加	42.82	51.31	60.20	70.44	财务费用	21.48	-18.31	-38.07	-62.87
销售费用	1369.55	1922.86	2219.29	2539.25	资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	294.52	580.78	684.28	799.59	经营营运资本变动	137.61	-100.74	-39.04	-134.97
财务费用	21.48	-18.31	-38.07	-62.87	其他	353.94	-54.79	8.98	4.64
资产减值损失	-19.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1360.37	1007.02	1325.15	1434.27
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-310.01	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-418.56	-12.65	-20.88	-30.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-728.57	-217.65	-236.88	-258.48
营业利润	719.47	1094.85	1331.07	1600.73	短期借款	-332.45	-14.72	0.00	0.00
其他非经营损益	1.53	6.23	6.05	6.11	长期借款	-52.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	721.00	1101.08	1337.12	1606.84	股权融资	173.53	10.00	0.00	0.00
所得税	117.17	193.68	229.23	277.87	支付股利	-29.72	-85.18	-118.86	-138.14
净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98	其他	-86.87	-14.09	38.07	62.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-327.62	-103.99	-80.79	-75.27
归属母公司股东净利润	603.83	907.40	1107.89	1328.98	现金流量净额	304.87	685.39	1007.49	1100.51

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	703.75	1389.14	2396.62	3497.14	成长能力				
应收和预付款项	831.19	1019.06	1186.15	1391.65	销售收入增长率	16.84%	18.29%	17.82%	16.85%
存货	986.41	911.68	1080.57	1334.13	营业利润增长率	43.06%	52.18%	21.58%	20.26%
其他流动资产	222.64	196.25	231.15	270.04	净利润增长率	48.36%	50.27%	22.09%	19.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.10%	34.53%	16.92%	16.34%
投资性房地产	36.04	33.29	34.17	34.65	获利能力				
固定资产和在建工程	2977.13	2910.09	2841.13	2769.07	毛利率	39.63%	46.27%	46.03%	45.78%
无形资产和开发支出	168.80	167.37	166.94	168.51	三费率	25.40%	31.67%	30.99%	30.32%
其他非流动资产	100.32	115.32	135.32	165.32	净利率	9.10%	11.56%	11.98%	12.30%
资产总计	6026.27	6742.20	8072.05	9630.51	ROE	14.81%	18.48%	18.78%	18.75%
短期借款	14.72	0.00	0.00	0.00	ROA	10.02%	13.46%	13.72%	13.80%
应付和预收款项	1131.43	1082.39	1289.11	1534.62	ROIC	15.87%	21.70%	25.25%	28.90%
长期借款	22.50	22.50	22.50	22.50	EBITDA/销售收入	15.12%	17.20%	17.07%	16.99%
其他负债	780.62	728.08	862.18	984.30	营运能力				
负债合计	1949.27	1832.97	2173.80	2541.42	总资产周转率	1.19	1.23	1.25	1.22
股本	1308.89	1311.21	1311.21	1311.21	固定资产周转率	2.42	2.73	3.31	3.98
资本公积	760.73	768.41	768.41	768.41	应收账款周转率	8.58	8.79	8.72	8.71
留存收益	2112.17	2934.40	3923.42	5114.26	存货周转率	4.09	4.08	4.71	4.59
归属母公司股东权益	4077.00	4909.23	5898.25	7089.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.70%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4077.00	4909.23	5898.25	7089.09	资产负债率	32.35%	27.19%	26.93%	26.39%
负债和股东权益合计	6026.27	6742.20	8072.05	9630.51	带息债务/总负债	1.91%	1.23%	1.04%	0.89%
					流动比率	1.51	2.07	2.40	2.70
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	速动比率	0.97	1.53	1.87	2.14
EBITDA	1003.51	1350.00	1578.39	1836.35	股利支付率	4.92%	9.39%	10.73%	10.39%
PE	44.17	29.39	24.07	20.07	每股指标				
PB	6.54	5.43	4.52	3.76	每股收益	0.46	0.69	0.84	1.01
PS	4.02	3.40	2.88	2.47	每股净资产	3.11	3.74	4.50	5.41
EV/EBITDA	25.70	18.59	15.25	12.49	每股经营现金	1.04	0.77	1.01	1.09
股息率	0.11%	0.32%	0.45%	0.52%	每股股利	0.02	0.06	0.09	0.11

数据来源: Wind, 西南证券



分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn